

TYGODNIK EKONOMICZNY

2 – 8 marca 2015

Po decyzji Eurogrupy o wydłużeniu wsparcia dla Grecji ryzyko scenariusza Grexit nieco zmalało. Warto jednak pamiętać, że dla Grecji to dopiero pierwszy krok na drodze do uzyskania pomocy i pozostało jeszcze wiele przeszkód do pokonania. Jednak póki co uwaga inwestorów przesuwana się na inne kwestie, m.in. ożywienie gospodarcze na świecie, czy moment pierwszej podwyżki stóp w USA. Przemówienie szefowej Fed w amerykańskim Senacie zdawało się przygotowywać grunt pod zmianę polityki banku centralnego, ale naszym zdaniem decyzja o podwyżce stóp zostanie odłożona do września. Krajowe dane nadal potwierdzają względną odporność gospodarki na wahania koniunktury za granicą. Wzrost PKB w IV kw. 2014 zwolnił mniej niż oczekiwano, do 3,1% r/r, wspierany niezłym popytem krajowym (wzrost konsumpcji 3,1% i inwestycji 9% r/r). Jednocześnie, bezrobocie po odsezonowaniu nadal spada, potwierdzając, że na rynku pracy utrzymuje się wciąż dobra sytuacja.

W tym tygodniu w centrum uwagi znajdują się banki centralne. Spodziewamy się, że krajowa RPP obniży stopy procentowe o 25pb, pozostawiając otwartą furtkę do dalszych cięć. Na konferencji po posiedzeniu EBC bank pokaże nowe prognozy ekonomiczne i być może zdradzi więcej szczegółów technicznych nt. rozpoczynającego się w marcu programu QE. Piątkowe dane o zatrudnieniu w USA będą kluczowe dla oczekiwań nt. dalszej polityki Fed. Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu pokaże, naszym zdaniem, lekką korektę, pozostając jednak na dość wysokim poziomie, odpowiadającym ekspansji.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (2 marca)							
9:00	PL	PMI - przemysł	II	pkt	54,7	54,8	55,2
9:55	DE	PMI - przemysł	II	pkt	50,9	-	50,9
10:00	EZ	PMI - przemysł	II	pkt	51,1	-	51,0
11:00	EZ	CPI	II	% r/r	-0,5	-	-0,6
14:30	US	Dochody osobiste	I	% m/m	0,4	-	0,3
14:30	US	Wydatki osobiste	I	% m/m	-0,1	-	-0,3
16:00	US	ISM - przemysł	II	pkt	53,2	-	53,5
WTOREK (3 marca)							
Brak publikacji ważnych danych							
ŚRODA (4 marca)							
9:55	DE	PMI - usługi	II	pkt	55,5	-	54,0
10:00	EZ	PMI - usługi	II	pkt	53,9	-	52,7
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	218	-	213
16:00	US	ISM - usługi	II	pkt	54,5	-	57,0
	PL	Decyzja RPP		%	1,75	1,75	2,00
CZWARTEK (5 marca)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-1,0	-	4,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	313
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	0,0	-	-3,4
PIĄTEK (6 marca)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,5	-	0,1
9:00	EZ	PKB	IV kw.	% r/r	0,9	-	0,9
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	II	tys.	240	-	257
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	5,6	-	5,7

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

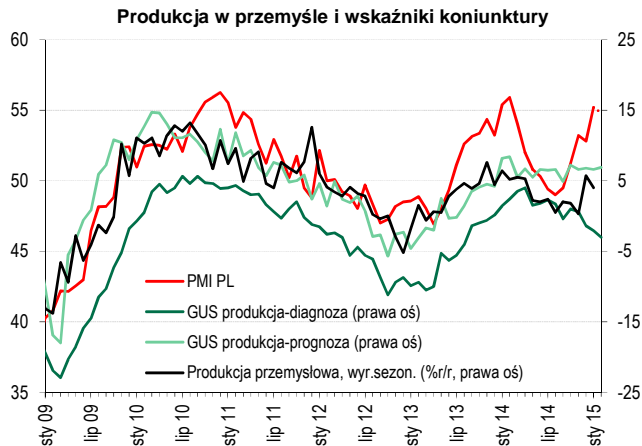
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

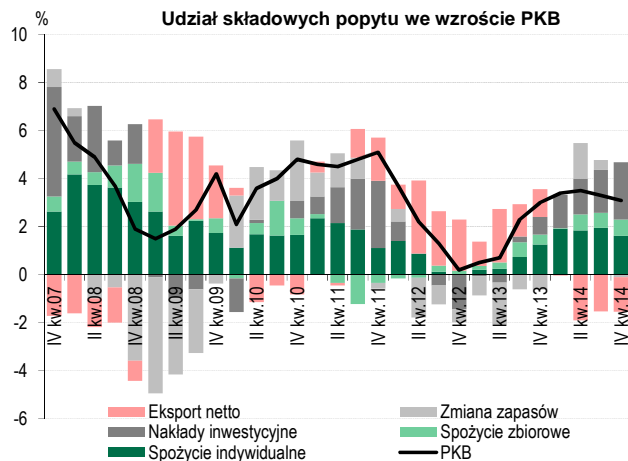
Wydarzenia nowego tygodnia – Cięcie w marcu bardzo możliwe, ale zapewne ostrożne



▪ Spodziewamy się lekkiego wzrostu polskiego PMI w lutym po mocnym skoku do 55,2 w styczniu. Wstępne wskaźniki dla Niemiec i strefy euro zanotowały lekki wzrost a inne miary aktywności ekonomicznej dla Polski sugerują, że utrzymuje się ona na dobrym poziomie, ale mimo to uważamy, że wzrost indeksu PMI w styczniu był nieco „na wyrost”.

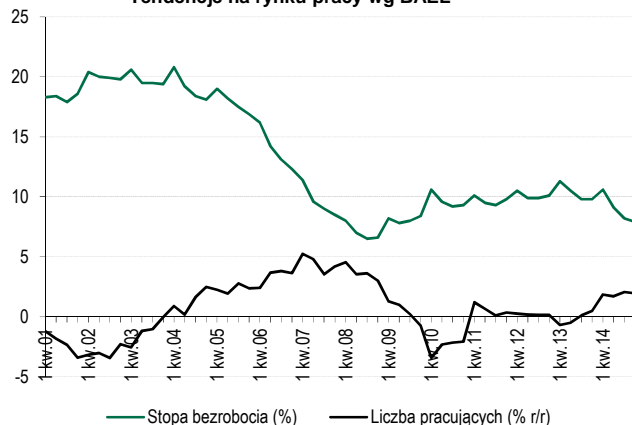
▪ Po ostatnim posiedzeniu RPP jasno zasygnalizowała wysokie szanse dostosowanie polityki pieniężnej, zatem brak obniżki stóp w marcu byłby dużym zaskoczeniem. O ile obniżki o 50 pb nie można całkiem wykluczyć, to jednak wydaje nam się, że Rada obetnie stopy w dwóch ruchach po 25 pb w marcu i ponownie w kwietniu. Wobec tego komunikat RPP pozostawi zapewne otwartą furtkę do dalszego luzowania. Nowa projekcja NBP pokaże pewnie znacznie niższą ścieżkę CPI niż w listopadzie, ale prognozy PKB pozostaną raczej podobne jak poprzednio.

Ostatni tydzień w gospodarce – Popyt krajowy wciąż mocny, boom na rynku pracy



▪ Wzrost PKB w IV kw. 2014 zaskoczył w górę, pokazując lekką rewizję do 3,1% r/r wobec przyspieszonego odczytu 3,0% r/r. Wzrost wyrównany sezonowo wyniósł 0,7% kw/kw (wobec wstępnego odczytu 0,6%). Polska gospodarka zanotowała pewne spowolnienie na koniec roku, ale ogólnie wygląda na to, że fundamenty pozostają zdrowe. Popyt krajowy wzrósł o 4,6% r/r, konsumpcja prywatna o 3,1% r/r a inwestycje o 9,0% r/r. Eksport netto miał ujemny wkład we wzrost, odejmując od niego 1,5 pp, ale realny wzrost eksportu przyspieszył w IV kw. do 6,9% r/r z 3,8% w III kw. Wzrost importu przyspieszył nawet bardziej, do 10,7% r/r. Uważamy, że tempo wzrostu PKB może jeszcze spowolnić w I kw. 2015, nieco poniżej 3% r/r, w znacznej mierze ze względu na efekt wysokiej bazy w inwestycjach. Jednak kolejne kwartały powinny przynieść ponowne ożywienie wzrostu. Konsumpcja prywatna pozostanie mocna dzięki dalszej poprawie sytuacji na rynku pracy (szczegóły niżej) a firmy powinny korzystać z silniejszego ożywienia w strefie euro.

Tendencje na rynku pracy wg BAEL



▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 12,0% z 11,5% w grudniu 2014 r. W ujęciu r/r nastąpił spadek bezrobocia o 1,9pp. Według naszego szacunku, stopa bezrobocia w ujęciu odsezonowanym obniżyła się o 0,1pp. Szczegółowa analiza danych za styczeń wskazuje, że tempo przyrostu liczby bezrobotnych wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy wyhamowało, ale nowe rejestracje nadal spadają.

▪ Opublikowane jednocześnie dane wg metodologii BAEL za IV kwartał pokazały spadek bezrobocia do 8,1% i wzrost liczby pracujących aż o 1,9% r/r. Dane wskazują naszym zdaniem, że polski rynek pracy jest nadal w bardzo dobrej kondycji, co powinno sprzyjać wzrostowi popytu konsumpcyjnego w nadchodzących kwartałach.

Cytat tygodnia – Decyzja w ostatniej chwili

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 23.02.2015, Parkiet

Jestem zdania, że jest miejsce na obniżkę stóp o jeden punkt. W kontekście zawirowań na rynku lepiej to jednak robić po małym, a nie jednorazowo. Ale skoro w lutym nie zmieniliśmy stóp, to dobrze by było w marcu obniżyć je przynajmniej o pół punktu. Wątpię jednak, aby taki wniosek zyskał większość.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP

27.02.2015, Reuters: Dane są optymistyczne, wskazują na stabilność wzrostu.

25.02.2015, Bloomberg: Wciąż nie wiem co zrobić, to będzie trudna decyzja w ostatniej chwili. Utrzymująca się deflacja to główne zmartwienie a poglądy prezesa będą kluczowe. On ma najwięcej danych i najlepsze wyczucie rynków.

23.02.2015, Bloomberg: Będziemy musieli rozważyć opóźniony wpływ naszej decyzji na gospodarkę w sytuacji, kiedy kadencja tej Rady jest blisko końca i chcielibyśmy zostawić gospodarkę zrównoważoną. Nie podoba mi się "histeria" panująca wokół łągodzenia polityki pieniężnej na świecie.

Andrzej Bratkowski był ostatnio największym zwolennikiem głębokich obniżek stóp (tylko on zagłosował za obniżkami o 100 pb w grudniu i styczniu). Ale nawet jego podejście stało się bardziej ostrożne pod wpływem zwiększonej zmienności na rynku walutowym. To sugeruje, że obniżka mocniejsza niż 25 pb w marcu jest mało prawdopodobna (choć szanse na taki scenariusz rosną wraz z umacnianiem się złotego).

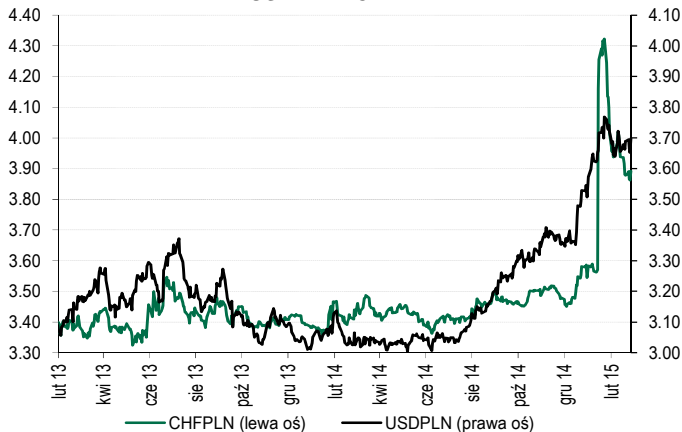
W styczniu tylko Bratkowski i Osiatyński zagłosowali za obniżką stóp o 25 pb. Jednak po posiedzeniu w lutym prezes NBP Marek Belka sugerował, że jest prawie pewien zbudowania większości do poluzowania polityki w marcu. O ile ostatnie komentarze E. Chojny-Duch wskazują, że wciąż nie jest ona przekonana do poparcia obniżki, to naszym zdaniem może to zrobić Jerzy Hausner, zapewniając większość.

Rynek walutowy – EURPLN i EURUSD blisko kluczowych poziomów

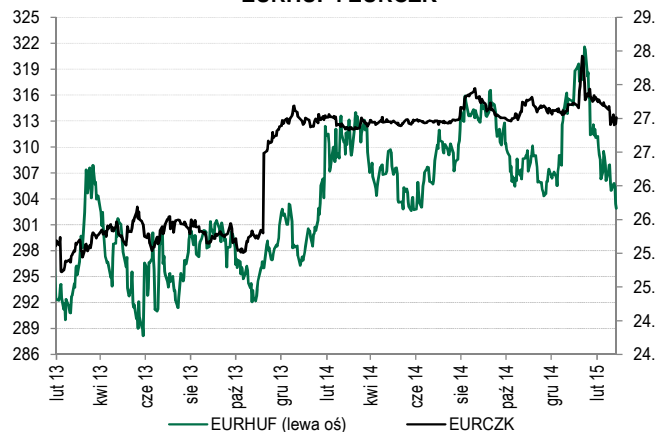
EURPLN



USDPLN i CHFPLN



EURHUF i EURCZK



EURUSD



Polski złoty mocniejszy i mocniejszy...

▪ Ostatni tydzień był korzystny dla walut gospodarek wschodzących, także dla złotego, jako że spadło ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro, a wypowiedź szefowej Fed została zinterpretowana jako gołębica. EURPLN spadł w kierunku dolnego ograniczenia kanału konsolidacji między 4,146 i 4,24, tymczasowo osiągając 4,145, najniższy poziom od lipca 2014.

▪ USDPLN był bardziej zmienny. W ujęciu tygodniowym złoty stracił prawie 1% wobec dolara wobec znaczącego spadku EURUSD. Kurs wzrósł powyżej 3,70, najwyższego poziomu od połowy lutego. Jeśli chodzi o pozostałe główne waluty, złoty był dość stabilny wobec franka szwajcarskiego (w ujęciu tygodniowym) i stracił 1,1% wobec funta brytyjskiego (wskutek wzmocnienia funta po dobrych danych z brytyjskiej gospodarki).

▪ Ten tydzień będzie dość aktywny jeśli chodzi o dane makro (indeksy PMI, miesięczne dane z USA i spotkania banków centralnych). Ostatnie próby przebiccia 4,15 nie były udane, co oznacza, że dodatkowy impuls może być niezbędny do spadku kursu poniżej tego poziomu. Naszym zdaniem, EURPLN pozostanie w trendzie bocznym blisko dolnej granicy kanału. Z jednej strony, spodziewany start programu łagodzenia ilościowego EBC będzie miał pozytywny wpływ na krajową walutę, gdyż inwestorzy będą poszukiwali aktywów o wyższych stopach zwrotu, jak np. polskie obligacje. Ponadto, indeks PMI dla polskiego sektora przetwórczego również powinien wspierać walutę. Z drugiej strony, obniżka stóp o 25 pb przez RPP i zapowiedź kolejnej obniżki w najbliższej przyszłości mogą zadziałać w odwrotnym kierunku. Wsparcie na 4,146 pozostaje aktualne.

... podobnie jak inne waluty CEE

▪ Ostatni tydzień przyniósł znaczące umocnienie węgierskiego forinta. EURHUF osiągnął 302,5 (9-miesięczny dołek) wobec braku obniżki stóp na lutym posiedzeniu węgierskiego banku centralnego i mocnego popytu na węgierskie obligacje ze strony inwestorów zagranicznych. Tymczasem czeska korona umocniła się do 27,3 za euro, choć EURCZK wzrósł do 27,5 po względnie słabych danych makro.

▪ Waluty krajów CEE powinny pozostać pod wpływem czynników zewnętrznych. Wciąż silny popyt na aktywa o wyższych stopach zwrotu, w tym na aktywa węgierskie, może wspierać EURHUF na obecnym poziomie. Spodziewamy się także range-tradingu na EURCZK.

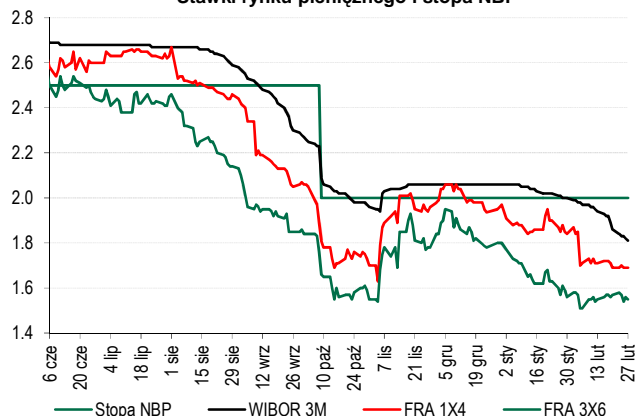
EURUSD spadł pod wpływem danych z USA

▪ EURUSD był względnie stabilny wokół 1,13 przez większą część tygodnia. Jednakże, dane o inflacji w USA dostarczyły niezbędny impuls i kurs spadł do 1,12, niedaleko tegorocznego minimum na 1,11.

▪ EURUSD pozostanie pod wpływem danych makro w tym tygodniu (indeksy PMI dla gospodarek europejskich, miesięczne dane z rynku pracy USA) i posiedzenia EBC. Uważamy, że tym razem raport o rynku pracy USA będzie ciekawszy niż spotkanie EBC, jako że to ostatnie nie przyniesie zmiany parametrów polityki pieniężnej. Z drugiej strony, PMI mogą potwierdzić, że gospodarka europejska jest na dobrej drodze, co może ograniczyć potencjalne straty euro jeśli dane z USA pokażą dalszą poprawę. Ogólnie, naszym zdaniem, tylko przełamanie tegorocznego minimum (1,11) będzie oznaczało koniec ruchu w kanale konsolidacji, który zaczął się w styczniu i powrót do trendu spadkowego.

Rynek stopy procentowej – Rentowności mogą spaść dalej przed rozpoczęciem QE przez EBC

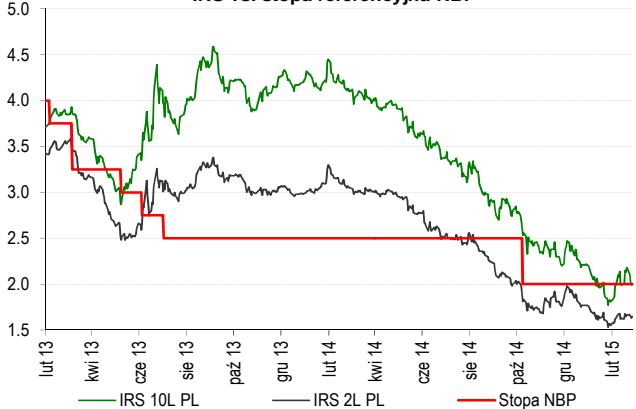
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



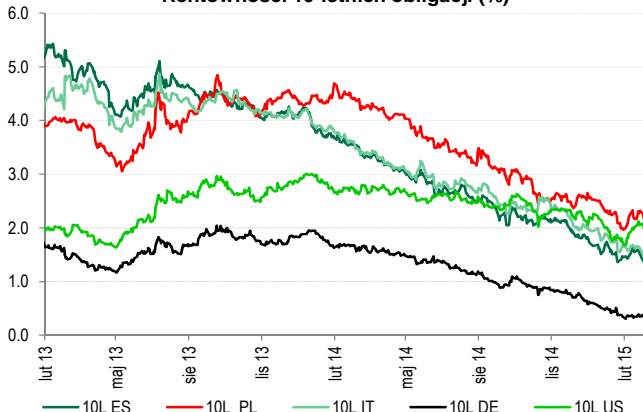
Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



IRS vs. stopa referencyjna NBP



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Stopy spadają w oczekiwaniu na decyzję RPP

Stopy rynku pieniężnego kontynuowały spadki, przy czym stopy WIBOR obniżyły się o 3-5pb a stawki FRA o 1-2pb w ujęciu tygodniowym. W związku z tym spread między stopą WIBOR and stopą referencyjną rozszerzył się znacząco (dla zapadalności między 3 i 12M) do poziomów z września 2014 r., kiedy inwestorzy spodziewali się znaczącego łagodzenia polityki pieniężnej. Obecnie, stawka FRA3x6 jest prawie 30 pb poniżej trzymiesięcznej stawki WIBOR, który z kolei znajduje się 19 pb poniżej stawki referencyjnej.

Krajowy rynek stopy procentowej zyskał znacząco w ciągu ostatniego tygodnia lutego, w reakcji na spadek ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro oraz wobec względnie gołębiego wystąpienia Janet Yellen. Umocnienie na rynkach bazowych wsparło także krajowy dług. W rezultacie, obie krzywe obniżyły się (o 2-18 pb dla stawek IRS i o 8-18 pb dla obligacji), z mocniejszym spadkiem rentowności/stawek IRS na środku i długim końcu krzywych (z 10-letnim IRSem tymczasowo poniżej 2%).

Rentowności/stawki wzrosły średnio o 15 pb wobec końca stycznia. Ponadto, pomimo zmian na rynku stopy procentowej w ostatnim tygodniu lutego, rentowności na długim końcu wzrosły dłużej niż na krótkim, a spread 2-10 lat rozszerzył się do 57 pb z 44 pb na koniec stycznia.

Zgodnie z oczekiwaniami, polskie Ministerstwo Finansów zaplanowało dwie aukcje na marzec: jedną zwykłą z ofertą na poziomie 3-6 mld zł obejmującą papiery długoterminowe (WZ0124, DS0725 and WS0428) i jedną aukcję zamiany, na której MF będzie chciało odkupić papiery zapadające w kwietniu, lipcu i październiku 2015. Co więcej, planowana jest aukcja odkupu obligacji dolarowych na kwotę do 500 mln \$. Podaż jest raczej ograniczona i nie wykluczamy, że po I kw. 2015 r. Ministerstwo będzie miało pokryte nawet ponad 50% potrzeb pożyczkowych na 2015 r.

Ostatni tydzień na innych rynkach europejskich był bardzo interesujący. Rentowności obligacji spadły znacząco, z wyłączeniem greckich, które zanotowały wzrost. Popyt był mocny, zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. Należy zauważyć, że 5-letni benchmark niemiecki został sprzedany z ujemną rentownością, po raz pierwszy w historii.

Spotkania banków centralnych w centrum uwagi

W tym tygodniu inwestorzy skupią się na posiedzeniach banków centralnych: polskiej RPP i EBC. Spodziewamy się, że RPP obetnie stopy procentowe o 25 pb i zostawi otwarte drzwi do dalszych obniżek w kolejnych miesiącach. Dlatego, stopy rynku pieniężnego dalej będą się obniżały, a WIBOR3M może osiągnąć naszą prognozę 1,60% nawet przed kwietniem. W przeciwnym wypadku, spadkowy trend stopy WIBOR może spowolnić.

Naszym zdaniem, zarówno rynek IRS jak i obligacji już wyceniły obniżkę stóp o 25 pb, więc inwestorzy skupią się na komunikacie z posiedzenia. Jeśli jego ton nie rozczaruje, to zmiany rentowności/stóp będą małe. Krajowy rynek długu może zareagować w bardziej znaczący sposób na posiedzenie EBC, gdyż początek zakupów długu rządowego, który pochłonie ogromną część nowej podaży na rynkach strefy euro, jest bardzo blisko. Uważamy, że ten czynnik będzie wspierał polskie aktywa, obniżając krajowe rentowności/stopy do minimalnych poziomów.

Naszym zdaniem, środek i długi koniec krzywych mogą najbardziej skorzystać na programie QE. Dlatego spodziewamy się, że inwestorzy powrócą do gry na wypłaszczeniu krzywych, które widzieliśmy już w ostatnich dniach.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl